

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Formação da Bolsa de Valores no Brasil e nos Estados  
Unidos à luz das Instituições**

Mayra Moreira Menezes Barbosa

Matrícula: 104032042

E-mail: [mayra.m.m.barbosa@gmail.com](mailto:mayra.m.m.barbosa@gmail.com)

Orientador: Prof. Almir Pita

E-mail: [almir@ufrj.br](mailto:almir@ufrj.br)

Julho de 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Formação da Bolsa de Valores no Brasil e nos Estados  
Unidos à luz das Instituições**

---

Mayra Moreira Menezes Barbosa

Matrícula: 104032042

E-mail: [mayra.m.m.barbosa@gmail.com](mailto:mayra.m.m.barbosa@gmail.com)

Orientador: Prof. Almir Pita

E-mail: [almir@ufrj.br](mailto:almir@ufrj.br)

Julho de 2009

*As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade exclusiva da autora.*

Dedico este trabalho à minha família, em especial à minha mãe que sempre me fez perseverar.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu orientador, prof. Almir Pita, pelos conhecimentos transmitidos, pela paciência e pelo comprometimento e, em especial, pelo incentivo durante todo o trabalho.

Agradeço também aos demais professores do Instituto de Economia, pela formação que me proporcionaram, por estarem sempre disponíveis a dividirem suas opiniões quando os solicitei ajuda e por me orientarem sempre que houve a necessidade.

Por fim, agradeço à minha família, aos meus amigos e aos meus companheiros de trabalho, pela compreensão e, sobretudo pelo apoio que me ajudou a chegar até aqui.

## **RESUMO**

O Estudo da formação das Bolsas de Valores no Brasil e nos Estados Unidos da America, mais especificamente através da análise das transformações institucionais que lhe precederam, embora seja um estudo dentro da área de História Financeira, tenta apontar e evidenciar suas diferenças na atualidade. Através da revisão bibliográfica dos autores de reconhecida autoridade no tema abordado, esta monografia expõe um pouco do contexto histórico em que surgiram as Bolsas de Valores nestes dois países, apontando para a estrutura financeira existente e o momento histórico, para identificar as forças transformadoras que atuavam através das diversas Instituições. A análise destas mudanças é feita sob a ótica do campo de estudo da Nova Economia Institucional. Através do estudo do contexto histórico, procura-se identificar as falhas de mercado que teriam gerado pressão para mudanças, através da institucionalização, para contornar tais obstáculos e tornar o mercado de troca de ativos financeiros mais eficiente.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	11
I. 1 Conceito de Instituições e Institucionalismo.....	11
<b>CAPÍTULO II – FORMAÇÃO DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO</b> .....	16
II. 1 O papel do intermediário no Brasil pré-capitalista.....	16
II. 2 A estrutura financeira na transição ao capitalismo, a Junta de Corretores e a formação institucional da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.....	22
<b>CAPÍTULO III – A FORMAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO ORGANIZADO NOS EUA</b> .....	28
III. 1 A importância da estrutura financeira na economia americana do século IX.....	29
III. 2 A emergência da Bolsa de Valores nos EUA .....	31
<b>CONCLUSÃO</b> .....	34
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	37
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	40

## INTRODUÇÃO

Os dados diários divulgados nos informativos financeiros, jornais, boletins e outras publicações especializadas ao redor do mundo evidenciam a importância das Bolsas de Valores para a economia. Pode-se observar também que algumas Instituições apresentam um volume de transações e conseqüente relevância superior em relação às demais.

Apesar de sua incontestável importância, pode-se perceber uma tendência dos autores tradicionais da História Econômica a colocar o estudo do desenvolvimento do mercado de capitais, e do setor financeiro como um todo, em segundo plano frente às transformações dos fatores reais da economia. Como, por exemplo, o estudo do crescimento do PIB, dos mercados consumidores, do desenvolvimento da indústria, enquanto o estudo das formas de financiamento da economia e do desenvolvimento econômico em geral possuiu uma escassez de estudos.

São poucas as fontes de dados conhecidas e este é um tema para qual existem poucas bibliografias específicas disponíveis. No entanto, nos últimos anos alguns autores têm realizado um esforço em termo de resgatar essa área de estudo como Flávio Saes, Teresa Novaes, Elisa Müller, Fernando Carlos Lima e Gail Triner.

A obra de Maria Bárbara Levy, de 1977, é uma incontestável exceção a esta realidade. Gail Triner (2008) escreveu uma resenha sobre livros que fizeram a diferença, onde também relata a dificuldade em se obter literatura sobre a História Financeira da América Latina e aponta, como exceção, a notória importância da obra de Maria Bárbara Levy para o estudo do desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil:

“...the roots of the scholarship are quite thin and scarce. Maria Bárbara Levy's *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro* is a stellar exception to that historiographical generalization. Its publication by the Instituto Brasileiro de Mercados de Capitais in 1977 broke the ground for research in Latin American financial history. *História da Bolsa* is a history, rather than an economic analysis. As business history, the book makes two important contributions: it is the only work that considers the business of financial brokering in Brazil, and it documents the financial mechanisms that were available to other businesses as they developed.” (Gail, T. Business History Review, vol. 82, n. 3, Aut. 2008, p. 603-605.)



A motivação para esta monografia nasce da observação e do estudo das diferenças entre as estruturas financeiras e o grau de desenvolvimento econômico de cada país. Alguns possuem na atualidade um elevado grau de transparência nas transações financeiras, onde a grande parte destas se realiza via Bolsa de Valores, e, em contrapartida, existem os casos em que a grande parte das operações financeiras se realizam através de instituições intermediárias, e os termos de cada negociação não são abertos ao público de uma maneira geral.

Procurando entender o processo que levou a tais diferenças, este estudo irá abranger dois casos particulares: a formação da primeira Bolsa de Valores do Brasil e nos EUA. Especificamente, pretende abranger as mudanças legais que institucionalizaram tais mercados e contextualizá-las no momento histórico em que ocorreram, para tentar encontrar uma indicação de como as duas experiências evoluíram para estruturas diversas no presente. Porém, este trabalho não tem o escopo de fazer comparações numéricas ou de determinar quais seriam as instituições mais ou menos relevantes para o mercado financeiro na atualidade.

Busca-se um entendimento, com base na revisão bibliográfica da História Economia Financeira de cada país, no contexto escolhido, do que justificou o surgimento de cada uma dessas instituições. Dentre outros, observa-se a existência de falhas de mercado e procura-se entendê-las à luz da Nova Economia Institucional, para relacioná-las às mudanças institucionais que culminaram com a criação da Bolsa de Valores em cada país.

O primeiro capítulo é um breve comentário sobre as correntes do pensamento institucionalista e procura demonstrar com maior relevância a corrente iniciada por Coase, relativa à Teoria dos Custos de Transação. A escolha da Economia Institucionalista como abordagem teórica para este trabalho se justifica na aproximação desta corrente aos princípios heterodoxos.

A utilização destes princípios significa dar ênfase ao estudo dinâmico do processo de crescimento da economia e trabalhar com as hipóteses da racionalidade limitada e da assimetria de informações. Tais hipóteses são adequadas para justificar as medidas tomadas em função de legalizar, ou seja, institucionalizar o mercado de capitais no passado.

O segundo capítulo aborda a formação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Na primeira seção estão expostos alguns fatos históricos do Brasil pré-capitalista e especificamente,

a trajetória da figura do intermediário no comércio e na atividade financeira, embora a estrutura financeira seja praticamente inexistente antes do séc. XIX. A segunda seção aborda especificamente as mudanças legais que levaram a institucionalização do Mercado de Capitais através da criação de corpo de leis que deram origem à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

O terceiro e último capítulo refere-se ao caso americano. A primeira seção tem o objetivo de resumir o ambiente histórico e a estrutura financeira existente antes do mercado organizado, ou seja, fins do século XVIII, e a segunda seção aborda especificamente a emergência do mercado de capitais e as transformações que fizeram possível tal fato. Este capítulo apresenta uma visão não tradicional da história econômica dos EUA. Para tanto é relevante neste capítulo a visão expressa por Syllas e Rousseau em seu trabalho sobre o mercado de capitais no crescimento da economia americana e o trabalho publicado por Douglas North em 1967, intitulado pelo próprio como uma “Nova História Econômica”.

Na conclusão é feita uma análise com base nos dados apresentados ao longo do texto, das principais mudanças institucionais, suas possíveis causas e efeitos. Desta análise é possível ter indicações de como este processo de formação e seu contexto histórico se relacionam com a presente estrutura dos mercados financeiros. Também é possível identificar alguns fatores que possivelmente impactaram nas diferenças dos mercados de capitais na atualidade.

## **CAPÍTULO I- FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

O estudo da formação dos mercados de capitais, por si só, indica uma ênfase dada ao processo frente ao estudo dos resultados analisados estaticamente para esta monografia. Segundo Conceição (2002), o desenvolvimento do campo analítico institucionalista aproxima-se dos princípios heterodoxos, uma vez que surge em oposição aos fundamentos de equilíbrio e racionalidade substantiva. Tais características tornam adequada a adoção do institucionalismo como base teórica para a análise a que este estudo se propõe.

Este capítulo tem por objetivo apresentar e justificar a base teórica usada, a saber, o campo da Economia Institucional. O capítulo apresenta resumidamente as principais correntes da Economia Institucional, tendo foco na corrente chamada Nova Economia Institucional, porém não pretende ser exaustivo sobre o assunto.

### **I. 1 Conceitos de Instituição e Institucionalismo.**

O conceito de Instituição é complexo e, muitas vezes, ambíguo. Para cada autor, há diferentes enfoques que remetem a diferentes abordagens institucionalista e à comparação entre elas. No entanto, segundo Conceição (2002), é possível reconhecer um ponto de convergência comum a essas escolas teóricas que se articula na própria idéia de Instituição.

Para Hodgson (2008), o economista americano Thorstein Veblen foi um dos fundadores da Escola Americana de Economia Institucional. Alguns dos trabalhos mais relevantes de Veblen foram publicados na década de 1890, quando ele estava na Universidade de Chicago, como o famoso artigo “Why is Economics Not an Evolucionary Science?”, de 1898, e no ano seguinte houve a publicação de seu primeiro livro “The Theory of the Leisure Class”. Outros artigos acadêmicos foram publicados, sendo que os mais importantes deles foram reunidos na coletânea “The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays”, de 1919.

Segundo Hodgson (2008), os trabalhos publicados por Veblen faziam uma crítica à Economia Neoclássica, termo utilizado por ele para referir-se às abordagens orientadas à noção

de equilíbrio envolvendo maximização da utilidade individual, e sugeriam uma nova abordagem econômica em uma linha evolucionista ou “darwinista”.

Conceição (2002) identifica que o conceito de instituição, para Veblen, pode ser resumido como o conjunto de normas, valores e regras e sua evolução. Segundo ele, existe um forte vínculo entre a abordagem deste autor, as especificidades históricas e a abordagem evolucionária. Esta centra-se em torno de três pontos principais: um primeiro ponto seria a crítica à inadequação da teoria neoclássica para tratar das inovações, supondo-as dadas; outro ponto é a preocupação em como se dá a mudança e o conseqüente crescimento econômico, em detrimento à preocupação com o equilíbrio estável; o terceiro é a ênfase no processo de evolução econômica e transformação tecnológica.

Segundo Hodgson (2008), Veblen via a Teoria Evolucionista de Darwin como fundamental para entender o processo de desenvolvimento institucional e tecnológico em uma economia capitalista. O autor aponta ainda que a questão central para Veblen não era como a economia se estabiliza um estado estático, mas como esta cresce e muda.

Hodgson (2008) afirma que Veblen e seus seguidores não construíram um sistema integrado de teoria econômica. Em parte porque os fundamentos da Teoria Vebleniana foram desafiadores. O autor também aponta que no final da década de 1920 o Institucionalismo de Veblen havia perdido parte do prestígio original e que após 1940 a “antiga” escola institucionalista, como o autor chama, perde espaço para crescentes teorias com inclinação matemática, em suas palavras:

“...Veblen and his followers did not construct an integrated system of economic theory. This is partly because the original foundations of Veblenian institutionalism were challenged. Pragmatist philosophy, instinct-habit psychology and evolutionary ideas had been foundational for Veblen’s thought. However, by the 1920’s they had lost much of their former popularity. Thus, at the high point of its influence, American institutionalism faced fundamental philosophical and theoretical difficulties. After 1940, the ‘old’ institutional economics lost ground to a small minority of adherents.” ( Hodgson, 2008, pág. 1)

Na década de 1960 o tema volta a ganhar destaque no meio acadêmico, de acordo com Conceição (2002), com o surgimento da área de estudos que ficou conhecida como Nova Economia Institucional. Esta tinha como principais expoentes Ronald Coase, Oliver Williamson e Douglas North.

Para Alston (2008), a Nova Economia Institucional consiste em um conjunto de ferramentas analíticas ou conceitos de uma variedade de disciplinas na área das Ciências Sociais, Negócios e Direito. Segundo este autor esta corrente engloba duas questões principais: identificar os determinantes das Instituições - as regras formais e informais, comportamento político e econômico; e identificar o impacto das instituições no desempenho da economia. Para ele, é o impacto das Instituições via Direito de Propriedade e Custos de Transação que afetam a habilidade de indivíduos e sociedades de extrair ganhos das trocas, em ultima instancia, o que, por sua vez, leva a alcançar o Bem Estar Econômico.

Segundo Conceição (2002), Commons é a principal referência da “Nova Economia Institucional” em relação ao “Antigo Institucionalismo”. A visão desse autor sobre o papel das instituições como forma de ordenar o conflito de interesses está fortemente ligada à definições vista em Alson (2008) sobre a Nova Economia Institucional, em palavras:

“Commons é, para a NEI, a principal referência em relação ao antigo institucionalismo. Para ele, a maior contribuição da economia institucional era a explicação da importância da ação coletiva, cujo grau de cooperação exigido para se lograr eficiência surgia não de uma pressuposta harmonia de interesses, mas da intervenção de instituições, que colocariam ordem no conflito...” (Conceição, 2002, Pág. 128)

Klaes (2008) define *Custos de Transação* como aqueles que crescem do ponto de produção de um bem até sua alocação. Porém, ele salienta que a partir deste ponto a literatura é fragmentada sobre as diversas faces do conceito, a distinção entre produção e alocação pode não ser clara em todos os casos. Para ele, o conceito pode ter diversas interpretações, dentre as quais está a abordagem institucional que formula os *Custos de Transação* como parte de uma análise mais geral de Economia Institucional, incluindo formas de coordenação economia via mercado ou não.

A abordagem institucional, para Klaes (2008), é o resultado da aplicação de interpretações relacionais aos *Custos de Transação*, originalmente baseado na comparação do desempenho econômico de formas de troca através do mercado e alternativas à este, como no interior de uma firma. Segundo este autor, tal interpretação teve maior relevância nas contribuições do economista inglês Ronald Coase para a Teoria da Firma e Economia dos Direitos de Propriedade com as suas publicações de 1937 e 1960.

Para Medema (2008), o artigo de 1937 “The Nature of the Firm” e o artigo publicado em 1960 “The Problem of the Social Cost” são inquestionavelmente os trabalhos mais influentes do economista inglês, Ronald Coase, tendo sido citados quando da premiação do autor com o prêmio Nobel de 1991. No primeiro artigo, Coase começa a estudar a empresa sob um enfoque alternativo, ele se propõe a explicar porque as firmas existem e o que determina a extensão das atividades de uma firma; assim, surge a idéia de Custos de Transação ligada à Teoria da Firma.

Medema (2008) aponta que o artigo de Coase, “The Nature of the firm”, apesar de ter sido publicado em 1937, atraiu pouca atenção até o início da década de 1970. Quando, então, Oliver Williamson, Armen Alchian, Harold Demsetz e outros começaram a tomá-lo como referência para construir o conceito de *Custos de Transação*, e outras contribuições no âmbito da Nova Economia Institucional.

Coase (1937) sugere que as firmas tendem a existir quando os custos de produzir internamente são menores do que o custo de transacionar o produto ou serviço no mercado. Em suas palavras “The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of “organizing” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are.”(Coase [1937]: pág. 390). Para Klaes (2008) sua abordagem para definir esses custos influenciou fortemente a conceituação de *Custos de Transação* na corrente que ficou conhecida como Nova Economia Institucional.

A Teoria dos *Custos de Transação* está enraizada na idéia da existência da firma. Segundo Fiani (2002), o artigo de Coase (1937) inicia os estudos sobre as condições em que estes custos passam a ser relevantes a ponto de reunir a produção sob uma instituição, a empresa, ao invés de realizá-la por agentes individuais que trocam produtos e serviços por meio do mercado. O contrato é o objeto de estudo desta teoria, porém os contratos não apresentam custos por si, estes estão associados à ausência da hipótese de simetria de informações. Na Teoria dos *Custos de Transação* é elaborado um novo conjunto de hipóteses pelas quais os custos de transacionar são relevantes, são estas: a racionalidade limitada, a complexidade e incerteza, o comportamento oportunista dos agentes e a especificidade dos ativos.

Outras correntes de estudo surgem após a Nova Economia Institucional. Segundo Conceição (2002), fundamentalmente o que distingue as várias abordagens institucionalistas é o

próprio conceito de instituição. Apesar da variedade de estudos apresentados, considera-se para o desenvolvimento desta monografia a corrente iniciada pelas idéias de Coase, que deu início à moderna Teoria dos *Custos de Transação*, como a mais relevante.

Nos seguintes capítulos procura-se demonstrar as mudanças relevantes para a criação de um mercado de transações de títulos e valores mobiliários institucionalizados sob a luz destas idéias. Isto é, tentar mostrar de que forma a institucionalização pode ser vista como uma solução às falhas de mercado e sinalizar como este feito trouxe maior eficiência e operacionalidade à atividade financeira.

## **CAPÍTULO II – FORMAÇÃO DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO**

Este capítulo apresenta o processo de formação do primeiro mercado de capitais institucionalizado do país, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e está dividido em duas seções.

A primeira seção apresenta, através de uma perspectiva histórica resumida, as condições existentes antes que houvesse um mercado financeiro institucionalizado e aponta nesta perspectiva histórica o papel exercido pelos intermediários no processo econômico e seu progresso desde o Brasil Colônia até a Primeira República.

A segunda seção se dedica mais objetivamente a descrever os processos e regulamentações que deram origem à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Após sua formação original com o monopólio das transações dos Corretores Oficiais, a bolsa passou por diversas modificações práticas e institucionais. Por motivos da metodologia escolhida, a análise se limita a estudar a formação da Bolsa no seu primeiro e mais primitivo formato, para critérios de comparação com o caso americano.

Para todo o capítulo o trabalho de Maria Bárbara Levy, 1977, é uma referência de extrema importância, pois continua sendo a fonte mais completa e importante para o estudo da história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

### **II. 1 O papel do intermediário no Brasil pré-capitalista**

O mercantilismo português imprimiu como característica à colonização a preocupação com a criação de vilas e centros urbanos costeiros. A centralização e a proximidade da costa atendiam aos interesses monopolistas portugueses, pois estes eram capazes de atrair e centralizar a produção e, ao mesmo tempo, funcionar como ponto de referência para a busca de mercados europeus, assim como para o controle da produção e do comércio.

Segundo Levy (1977), a estrutura da cidade colonial era voltada basicamente a atender as necessidades específicas do mercantilismo português e a manter o regime de monopólio



comercial. Os comerciantes constituíam um papel central na geração e acumulação de capital no processo produtivo.

Através da análise de dados históricos de importação, exportação e renda, é possível concluir que parte substancial da renda gerada pela exportação de açúcar não era despendida na colônia, a explicação mais plausível, segundo Levy (1977), era que a parcela de renda anteriormente atribuída ao proprietário dos meios de produção, na verdade poderia ser atribuída aos intermediários, mercadores portugueses. Essa conclusão indica a força e a importância dos intermediários na economia desde o princípio da colonização

De acordo com Levy (1977), existiam três classes de intermediários na economia escravista. O primeiro grupo seria os mercadores de “ida-e-vinda”, eram aqueles que se dedicavam a compra e venda de mercadorias, financiamento e concessão de crédito, fazendo o contato entre a colônia e a metrópole, porém sem atender exclusivamente a nenhum grupo de interesse. O segundo grupo seriam os feitores, que eram os agentes dos empresários, donos de sesmarias e de grandes propriedades, administravam desde a Europa os contratos de seus patrões. A última classe de intermediários era composta pelos comissários de mercadores metropolitanos, que se locomoviam até a colônia para gerenciar as transações; negociavam com engenhos e fazendas, comprando açúcar e vendendo equipamentos e escravos.

Segundo Levy (1977), este último grupo exercia uma grande influência na economia colonial. Eles faziam a verdadeira intermediação entre os compradores europeus e a colônia, eram eles que negociavam e compravam as safras, forneciam equipamentos e escravos aos engenhos, contratavam os fretes dos navios, e principalmente, concediam crédito e financiamento para o custeio da produção. Segundo esta autora, este grupo pode ser considerado como antecessores dos corretores.

Levy (1977) aponta que, analisando historicamente estas conclusões, fica evidente a importância da figura do intermediário no desenvolvimento da economia colonial. Numa época em que os meios de comunicação eram precários, os intermediários eram o próprio meio físico da comunicação. Através deles se realizavam os contratos e deles dependia a vida na colônia. A reunião dos intermediários em locais fixos era inevitável, e se constituíram como forma de tornar mais operacionais as transações.

Pode-se considerar a figura do intermediário como para suprir as deficiências do mercado. Os produtores não conheciam e não tinham acesso aos compradores, estes por sua vez estavam geograficamente distantes dos centros de produção, não conheciam a qualidade do produto vendido, e, principalmente, quais eram os preços relevantes. Para minimizar essas falhas, de forma que os compradores tivessem mais segurança e os vendedores pudessem alocar seus bens no mercado, era necessária a presença de uma terceira pessoa, o intermediário, e este tinha um custo para ambos os lados. Pelas definições vistas no capítulo precedente, os custos de intermediação podem ser vistos como custos de transação.

Segundo Levy (1977), durante o período da União Ibérica (1581 a 1640), foram impostas significativas modificações e restrições ao comércio ultramarino. Proibiu-se que este fosse feito em longa distancia através de pequenas caravelas desarmadas e, entre outras medidas restritivas, instaurou-se a obrigatoriedade de navios de maior tonelagem, saídas em datas fixas e escolta por naus armadas.

A conjugação destes fatores, para Levy (1977), resultou na necessidade de armazenamento das mercadorias por um tempo maior, e também favoreceu os grandes empresários em detrimento do pequeno comerciante burguês. Assim sendo, aumentou a complexidade do negócio, obrigando os empresários agrícolas a realizarem um maior número de operações financeiras e também criou uma maior necessidade de intermediários e corretores que vinham à colônia negociar as mercadorias em representação dos grandes empresários europeus.

De acordo com Levy (1977), a reestruturação da Coroa portuguesa, em 1640, não deteve o processo de enrijecimento do monopólio comercial. Mediante isto a figura do intermediário tendeu a desaparecer, porém justamente neste momento, devido às debilidades do sistema de monopólio, surgiu o primeiro “corretor oficial da cidade”, na cidade de Salvador, encarregado de contatar e negociar o fornecimento de gêneros importados junto aos comerciantes estrangeiros. Em palavras: “(...) a municipalidade dos portos coloniais procurou defender-se dos efeitos negativos do monopólio sobre a taxa de lucro instituindo o cargo de *corretor da cidade*. Em 1666, o procurador de Salvador mostrou à Câmara a importância de possuir um *corretor* que se ocupasse da venda, da compra e da expedição de mercadorias. (...)” (Levy, 1977, pág. 26: grifo do autor.)

Sobre o ciclo do ouro, no século XVIII, Levy (1977) afirma que este gerou uma grande circulação de mercadorias e estímulo ao comércio interno na colônia. As características desta atividade favoreceram o pequeno capitalista, em detrimento do grande comerciante europeu, e permitiu a inclusão de grande parcela da população na apropriação da renda. Isso foi propiciado através do desenvolvimento do comércio e circulação de mercadoria, e também da concessão do direito de controle e cobrança fiscal na região mineradora a particulares, que se constitui em um lucrativo negócio.

Os intermediários concentravam-se principalmente na venda de produtos e manufaturas da metrópole à região mineradora. Os canais de distribuição das mercadorias eram precários, muitos indivíduos viram na Mineração uma oportunidade de ganhos financeiros com a venda de artigos importados ao novo e crescente mercado, uma vez que não havia uma rede de produção interna e nem de distribuição de produtos desenvolvida na região. Neste período é difícil delimitar a ação dos intermediários como um grupo específico, pois estes se moviam em buscas das possibilidades de lucro.

De acordo com Levy (1977), a venda e circulação de mercadorias no período da mineração eram realizadas, quase que em sua totalidade, a crédito, gerando uma cadeia de endividamento, desde o produtor até o grande capitalista europeu. Com a decadência da produção de ouro e declínio do preço do açúcar no mercado internacional, na segunda metade do século XIII, o endividamento da burguesia produtora atingiu seu ponto crítico. As medidas de contenção da crise envolveram um novo endurecimento do regime de monopólio, através da criação das “companhias pombalinas”, somente estas tinham permissão para comercializar e fornecer crédito à colônia, o corretor de mercadorias e os comissários foram proibido de atuar.

Levy (1977) aponta que as medidas restritivas de caráter monopolista foram alvos de manifestações, em fins do século XVIII, onde a liberação do ofício de intermediário era tido como elemento fundamental do livre comércio. A luta da burguesia pela liberalização do ofício de corretor de mercadorias e dos comissários tornou-se também uma luta dos intermediários representantes da burguesia local, contra os comissários metropolitanos. Estes controlavam as intermediações e eram alvos de crítica inclusive dos próprios administradores portugueses.

O papel do intermediário no Brasil Colonial foi, em resumo, organizar a produção para o mercado. Sua importância e força enquanto elemento político demonstra a ausência de uma

estrutura de mercado organizada. A troca via mercado não era eficiente, ou em alguns casos não era possível. Embora a Teoria dos Custos de Transação faça referência às firmas como forma de negociação alternativa ao mercado, a presença do intermediário pode ser vista como um caso em que realizar internamente um procedimento, um serviço, é economicamente mais viável que via mercado. Se esta for considerada como uma extensão da empresa agrária colonial ou da empresa de importação e comércio europeia, embora juridicamente não tivesse essa denominação

A vinda da Família Real Portuguesa ao Brasil, no início do século XIX, provocou significativas mudanças nas forças políticas e sociais que dominavam a colônia até então. Sua vinda provocou a abertura dos portos, junto com a corte portuguesa chegaram também os comerciantes ingleses. A corte se instalou no Rio de Janeiro, capital estratégica da colônia, que tem sua função portuária e centralizadora aumentadas por este fato.

Viana (1973) destaca que o cenário político, neste momento, era composto por três forças principais de rearticulação, que se colocavam ao redor da corte, com interesses contrários e hostis. Estes grupos, em 1808 e nas décadas seguintes, eram compostos pelos grandes proprietários de terra, que tradicionalmente repudiavam os peões e mercadores, estes últimos enquanto grupo também, conscientes de sua importância e riqueza, e, por último, a burguesia mercantilista portuguesa, transmigrada para a colônia, que defendiam uma volta ao *status quo* e conservação dos privilégios do monopólio colonial. A pequena burguesia urbana não existia propriamente como força política, mas sim como massa de manobra dando força a um grupo político de acordo com a defesa de seus interesses.

Segundo Levy (1977), os grandes proprietários rurais estavam coesos em torno do interesse de manter a liberdade de comércio recém adquirida, liberar-se da administração portuguesa e das obrigações com o fisco, porém não estavam dispostos a abrir mão da propriedade escrava. A burguesia mercantil inglesa tinha interesses coincidentes com os interesses dos proprietários rurais. Não estavam dispostos a perder o lucrativo comércio com o Brasil. Sua presença logo se tornou majoritária nos principais centros comerciais, provocando o desaparecimento dos intermediários metropolitanos, a ampliação das possibilidades de endividamento e o afluxo de mercadorias desordenado e a baixos preços.

Levy (1977) aponta que a dominação comercial inglesa garantiu legitimidade ao processo de rearticulação política e consistência à emancipação política do Brasil, e a manutenção da monarquia permitiu à classe dirigente brasileira conservar seu poder econômico e propriedades.

Com a independência, em 1822, o Rio de Janeiro substituiu Portugal como Metrópole e, segundo Levy (1977), o crescimento urbano gerado se refletiu no aumento do comércio interno de produtos de subsistência.

Para Levy (1977), a implementação da monocultura do café e o fim do tráfico negreiro tiveram também um impacto grande sobre o aumento do comércio interno. O capital que antes era revertido para o exterior com a compra de escravos passava a ser integrado ao capital circulante interno. A venda de escravos de uma região decadente para outra ascendente e a introdução da mão-de-obra assalariada são outros fatores que contribuíram para o fortalecimento e crescimento do mercado interno brasileiro na transição para o capitalismo, na primeira metade do século XIX.

Como o Rio de Janeiro tornou-se o centro das atividades mercantis e a projeção da cidade como centro exportador autônomo, decorrência da nova situação político-econômica do país, agora independente, as relações comerciais tornaram-se mais complexas. Segundo Levy (1977), a burguesia mercantil estava agora em contato mais direto com os mercados de exportação, o montante e complexidade das transações tornou-se maior, provocando, conseqüentemente, a sofisticação dessa burguesia. Müller (2009) reforça esta visão:

“Parece não haver dúvida de que a primazia do surgimento dos bancos no Rio de Janeiro deveu-se, de um lado, as exigências de valorização do capital mercantil e, de outro, a mobilidade das oportunidades econômicas da região graças ao fato de este ter sido a capital dos negócios portugueses no Brasil, do Império e, posteriormente, da República.” (Müller, Elisa. *Moeda e Bancos no Rio de Janeiro no século XIX*)

Dentre as categorias de comerciantes identificados por Levy (1977), cabe, para o escopo deste estudo, destacar a categoria de comerciantes vinculados à exportação do café e em especial a seguinte subcategoria: os comissários, elo entre o grande proprietário e os compradores locais – ditos classificados como “ensacadores”.

Segundo Levy (1977), os comissários eram os representantes dos cafeicultores na venda do produto. No início, seu papel era de representar o produtor perante os compradores, inserindo

seus produtos no mercado, estes não eram como comerciantes independentes que compravam o produto para revendê-los. Os comissários conseguiram aliciar um grande número de clientes e reunir a produção de extensas regiões, progressivamente foram ganhando mais complexidade ao assumirem a posição de financiadores da produção. Eles começaram por abrir créditos para os produtores e controlavam esses investimentos pela consignação das safras e a venda da mercadoria.

Os Corretores eram outro subgrupo de comerciantes vinculados à exportação de café. De acordo com Levy (1977), eles eram o ponto de ligação entre os exportadores e os ensacadores – compradores de primeira mão do café, que selecionavam, uniformizavam e adaptavam os grãos aos interesses dos compradores estrangeiros e os representantes dos comerciantes estrangeiros. O seu papel era o de executar as ordens de compra dos exportadores, eles eram responsáveis por localizar uma determinada quantidade de grãos de certo tipo, a pedido do comprador, e negociar sua compra com os ensacadores, recebendo comissão sobre a venda. Enquanto no período colonial era impossível distinguir entre as duas categorias, no processo de estruturação da produção cafeeira as atividades se diferenciam, permitindo que os corretores se fixem como grupo.

## **II. 2 A estrutura financeira na transição ao capitalismo, a Junta de Corretores e a formação institucional da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**

Para Levy (1977), o papel do corretor, figura de importância central para a economia colonial, conforme apresentado na seção precedente, evolui para a intermediação financeira e está no centro da estruturação econômica na transição ao capitalismo.

No início do século XIX os ativos financeiros eram ainda pouco diversificados, voltados fundamentalmente para atender às necessidades financeiras do governo. A instabilidade característica da economia, freqüentemente abalada por crises financeiras, imprimia um caráter especulativo à negociação de títulos no mercado. A fragilidade da estrutura financeira colocava-a vulnerável em relação às oscilações das medidas de política cambial e monetária do governo. Nas palavras de Levy:

“(...) Durante a primeira metade do século XIX as instituições e os ativos financeiros criados visavam satisfazer os gastos públicos. As emissões do Banco do Brasil, os Títulos da Dívida Interna e os

empréstimos no exterior foram os instrumentos com que o Estado contou para fazer face às despesas de uma centralização política que beneficiasse o Sudeste.” (Levy, 1977, pág. 48)

Essa situação era ainda agravada pela inexistência de uma legislação voltada para o setor. Embora o termo “corretor” já fosse mencionado na legislação do século XVII, as disposições sobre tal ofício somente é mencionado através de lei nacionalmente produzida em 1843, com a Lei n. 317. A legislação tem por objetivos maiores atender aos interesses do governo na reformulação da política fiscal. Com esta lei os corretores passavam a estar obrigados a exigir selo em letras de câmbio e da terra, e através destes o Estado cobrava seus tributos.

A referida lei, ao legislar sobre a cobrança de impostos sobre as operações financeiras, cita a categoria de corretor, ao exigir uma carta patente para a cobrança do selo. No entanto, em nenhum momento, discorre sobre o ofício de corretor e nem lhes confere direitos. O fato de ter sido criado a previsão para recolhimento de tributos sobre a atividade de corretagem em lei, pela primeira vez, demonstra que esta tinha passado a ser economicamente relevante, para poder justificar a incidência tributária.

Levy (1977) aponta que esta oficialização dos corretores em lei, levou os corretores licenciados a pleitear um corpo normativo que regulamentasse o exercício da profissão, o que se deu com o Decreto n. 417 de 14 de junho de 1845. Dentre as principais providências, este Decreto fixava o número de corretores para cada praça, estabelecia que a patente para o exercício da função seria concedida pelo Ministério da Fazenda, definia o corretor juridicamente, impunha algumas limitações ao exercício da profissão, dentre outros. Porém o Decreto não lhes dava exclusividade das operações.

Este decreto teve grande importância para institucionalizar a profissão de corretor. Dentre medidas que impôs uma consequência foi o ganho de segurança para os que realizavam as operações com os corretores licenciados.

Segundo Levy (1977), a maior vantagem para que um corretor procurasse obter uma nomeação do Tribunal do Tesouro, consistia em oferecer a seus clientes a segurança jurídica nas operações que viria a realizar. A regulamentação da profissão e a concessão de patente revestiram as ações do corretor de legalidade, e com isso, concederam garantias aos clientes de que teriam seus direitos oriundos daquela transação garantidos perante a Justiça. Esta legislação pode ser

considerada como um primeiro passo na institucionalização do mercado financeiro, e, embora tenha tido como objetivo primário a asseguuração dos direitos fiscais do governo e a facilitação da fiscalização destes direitos, conferiu maior eficiência e confiabilidade às transações financeiras. Nas palavras da autora:

“(...) A única razão para que os corretores procurassem obter uma nomeação do Tribunal do Tesouro residia em garantir aos seus clientes a segurança jurídica e ética nas operações em que intervissem: cadernos onde as transações eram lavradas, os quais podiam fazer prova em juízo; o compromisso de que a mercadoria a ser entregue seria idêntica à mostra; a responsabilidade pessoal pela veracidade das assinaturas de letra de câmbio; e demais efeitos comerciais (...)” (Levy, 1977, pag. 71)

O aumento do número de corretores e pessoas em geral transacionando ativos financeiros em uma época em que meios de comunicação e controle de informações eram muito pouco desenvolvidos tornaria o processo mais complexo. Pois seria mais difícil de conhecer os produtos, suas características, quantidades, seus compradores e vendedores, e assim sendo o mecanismo da concorrência para a formação de preços estaria também comprometido. Estaria presente neste caso uma falha de mercado.

Segundo Levy (1977), mediante ao aumento do número de intermediários transacionando ativos financeiros ocorreu uma centralização destas atividades através da reunião natural dos corretores em uma localidade geográfica fixa. Institui-se por praxe a Rua Direita, atual Rua Primeira de Março, como local de encontro dos corretores. A centralização destes comerciantes financeiros promoveu um sistema de compra, venda e troca de ativos mais eficiente. Entre outras vantagens, a medida facilitou o controle da difusão das informações, permitindo a comparação de preços e tornando mais fácil um encontro entre a oferta e a procura. As reuniões naquela localidade geográfica tornaram-se uma convenção.

Esta convenção contribuiu para tornar mais operacionais as transações e promoveu um sistema de liquidez mais eficiente. Ainda segundo Levy (1977) essas mudanças deram condições para a institucionalização dos intermediários.

O visível desenvolvimento do mercado financeiro e da atividade financeira, de certa forma autônoma, não foi o principal fator a alavancar a organização da Bolsa de Valores no Brasil, embora tenha sido a causa direta desta. Na interpretação de Levy (1977), a precariedade dos meios de informação levou ao Estado a intervir com a criação do corpo de corretores



institucionalizado pela Junta de Corretores. Tratava-se de uma necessidade de ter controle das transações para efeitos fiscais, tendo em vista o aumento das transações naquele período, diante da recuperação do comércio internacional e a grande entrada de cambias no país.

Em 1849, através do decreto n. 648, os corretores são divididos em categorias de acordo com critérios de especialização. Por esta lei, estes foram divididos em três categorias: de fundos públicos, de navios e de mercadorias e qualquer que fosse a classificação os corretores receberiam uma carta patente, outorgada pelo Ministro da Fazenda, na corte, ou pelo presidente de estado, nas províncias, para poder operar. Pela primeira vez foi fixado um número máximo de corretores, porém somente para aqueles de fundos públicos.

A partir de 1849 os corretores passam a exercer ofício vitalício, sendo que o decreto também determina que os mesmos pudessem ser suspensos ou demitidos pelo poder que concede as patentes. Pode-se interpretar que estes deixam de ter uma profissão e passam a ocupar um cargo, estando em uma esfera diversa da atividade privada.

O decreto de 1849 também cria a Junta dos Corretores, órgão diretivo dos intermediadores, que não está diretamente ligada ao Governo. À Junta são atribuídas as funções de vigiar, censurar, suspender, fiscalizar que nenhum indivíduo sem título legal exercesse as funções de corretor, decidir contestações entre corretores e apresentar ao governo os novos candidatos aos cargos. Esta era composta por cinco corretores, dentre os quais deveria haver ao menos dois da categoria dos fundos públicos e seus membros eram escolhidos pela maioria absoluta dos corretores e não por uma indicação oficial.

Dentre as funções da Junta cabia a de coordenação do processamento de informações. Segundo Levy (1977) a Junta reunia os corretores quando terminavam as operações da praça do comércio para verificarem as cotações e estas eram lançadas em livro próprio, sendo pública uma cópia autenticada numa das folhas mercantis do dia seguinte. Através dos boletins produzidos pela Junta com as cotações do curso do câmbio e da dívida pública, o governo passou a conhecer o melhor momento para realizar amortizações e lançar novos títulos, assim como o melhor momento para comprar moeda estrangeira, etc.

Para Levy (1977), a iniciativa do Estado em organizar os corretores de acordo com as necessidades de fiscalização e inspeção, ocorreu de forma a atender também seus próprios

interesses de monopolizar a atividade. A lei reduziu o número de corretores de fundos públicos para dez somente e impôs uma fiança que atuava como barreira à entrada e como forma de hierarquização.

Todas essas conquistas dos corretores representaram o fortalecimento do monopólio de sua própria organização, onde uma maior segurança nas transações correspondia a uma menor lucratividade. Para Levy (1977) a ambição da classe pela exclusividade denota o interesse particular de uma facção de corretores prósperos, mascarada por interesse de classe.

Segundo Levy (1977) a conjuntura política mudou com a dissolução do Gabinete Liberal e da Câmara em 1849, ficando pouco favorável à autonomia dos corretores. O Decreto n. 806 de 1851 trazia mudanças que tendiam a diminuir a autonomia da Junta e também diversos artigos voltados à punição de corretores nas mais diferentes situações. A legislação de caráter restritivo tornou-se um obstáculo à atividade que pretendia legitimar e regularizar:

“Restringida a autonomia da corporação por medidas de caráter político-centralizador, o mercado reagia operando marginalmente ao sistema, furtando-se também das penalidades previstas aos corretores. Os corretores matriculados operavam com títulos antes de terem sido examinados pelo Tribunal a que a corporação estava submetida e, conseqüentemente, não se enquadravam na responsabilidade prevista na Lei. Cada corretor reagia individualmente ao estreitamento centralizador segundo as exigências do mercado. Ao nível da corporação a atuação paralela de seus membros neutralizava, de certa forma, os privilégios obtidos em 1849. Negociando títulos ainda não admitidos legalmente, equiparando-se àqueles agentes não titulados, os quais, cuidadosamente, haviam sido excluídos do seio elitizado da corporação.” (Levy, 1977, pág. 76)

De acordo com Levy (1977), a lei de 1851 regeu a atividade de intermediação financeira até 1877. Como consequência dos efeitos restritivos da lei, a invasão do mercado de ativos pelos corretores não oficiais, chamados “zangões”, fazia-se sentir claramente em 1867. Os corretores oficiais solicitaram que as cotações de câmbio não fossem mais publicadas diariamente, mas mensalmente, pela alegação de que as partes temiam a quebra do sigilo das transações e por receio recorriam aos ditos zangões.

Para Levy (1977) o fator decisivo para o agravamento da crise da Junta dos Corretores foi a revogação do artigo da Lei n. 1.083, de 1860, que determinava que qualquer transação financeira só teria validade quando realizada por intermédio de um corretor oficial. Por um lado o Decreto n. 806 de 1851, impunha graves punições e aumentava às exigências para estes, com isto

aumentando o risco e os custos de exercer a atividade. Por outro lado, o fim da obrigatoriedade do mesmo na intermediação financeira abre oficialmente a concorrência com os “zangões” que não estavam sujeitos as mesmas restrições e com isto tinham uma vantagem sobre os primeiros.

Os corretores se organizaram no sentido de defender a corporação. Segundo Levy (1977), estes enfrentavam um ambiente hostil, onde existia uma ação muito efetiva dos “zangões” e pouco apoio para as mudanças na legislação de caráter restritivo que a Junta pretendia impor. O pregão surgia como a alternativa mais eficiente para a preservação dos corretores:

“(…) Fechado a todos aqueles que não dispusessem de título legal, o pregão se constituía numa garantia subjacente àquelas já implícitas à sua função. (...) O pregão, reunindo todos os *corretores* juramentados, dava novo relevo a esta segurança, expunha as cotações no instante da operação e emaranhava de fato todas as correntes de informação de compra e venda. Nenhum *corretor* isolado, agora, poderia oferecer garantias maiores de segurança na operação e na cotação. A concorrência possível, depois de estabelecido o pregão, se limitaria à taxa de corretagem – que poderia ser mais baixa para os zangões – ou à concorrência de risco, aquela que abrindo mão da segurança se embrenhasse na especulação. Os *corretores* e a *Bolsa* se transformariam no ponto de referencia para o conjunto do mercado financeiro.” (Levy, 1977, pág. 102)

A Junta de corretores se empenhou realmente para a institucionalização do pregão, conforme aponta Levy (1977), tendo chegado ao ponto de propor que se não fosse possível tal feito, que se declarasse livre o exercício do ofício de corretor. Uma vez que não detinham efetivamente o monopólio das transações, estes preferiam gozar da liberdade das obrigações a que estavam sujeitos pelo exercício regular de seu ofício, ficando assim em condições de igualdade na competição com os zangões.

A partir de 1876, com a Lei n. 6.132, passa a ser mandatória a existência de um local físico distinto na Praça de Comércio para a cotação de títulos em pregões, porém a lei ainda não denomina este local como Bolsa de Valores. Segundo Levy (1977), o termo Bolsa embora já usado em regulamentos internos dos corretores desde 1877, só aparece em termos de lei em 1893.

### **CAPÍTULO III – A FORMAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO ORGANIZADO NOS EUA**

A situação economia dos EUA ao fim da guerra de independência, em 1776, é de crise. O novo governo tinha uma grande demanda por recursos para organizar a economia da nova nação e não detinha os meios de sustente. Para North (1966) a Constituição Americana foi um dos documentos produzidos de maior valor nesta época, pois, entre outras coisas, respondia a duas questões fundamentais para a nova nação, quem pagaria os impostos, e quem se beneficiariam deles, dando bases para o novo governo organizar uma forma de arrecadação.

Segundo Rousseau e Sylla (1999), em menos de cinco anos de consolidação da Constituição Federal, a nação americana conseguiu grandes avanços na sua estruturação financeira. Constituiu uma grande e revolucionária guerra contra o débito, introduziu o dólar como moeda conversível, lançou as bases para formar um sistema bancário e um Banco Central, estabeleceu e conectou mercados seguros nas maiores cidades, e ganhou a confiança dos investidores europeus que transferiram capital para os EUA.

Para eles, apesar desses marcos, as inovações e o desenvolvimento do sistema financeiro no crescimento primário dos EUA são negligenciados como um elemento relativamente sem importância frente à grande expansão da economia agrícola pela visão dos historiadores econômicos tradicionais. Além do mais, estudos sobre o crescimento focalizam prioritariamente agregados macroeconômicos. O foco em tais elementos tende a mascarar o papel desenvolvido pelo sistema financeiro no rápido desenvolvimento dos inicialmente pequenos setores comercial, industrial e de serviços. Mais do que a agricultura, foram estes setores que começaram a crescer rapidamente a partir da década de 1790.

Para Rousseau e Sylla (1999), a visão dos autores tradicionais sobre a aceleração gradual do crescimento do produto americano de 1790 a 1840 é de que esta pode ser explicada por fatores reais, tais como: crescimento da produtividade do trabalho, adoção da manufatura, novas tecnologias de transporte, aumento do comércio com outros países, crescimento das exportações de algodão.

Este capítulo procura demonstrar a estruturação do mercado financeiro institucionalizado nos EUA, com uma visão alternativa a esta. Ou seja, procura-se apresentar o contexto histórico do período após guerra de independência, fim do século XVII, e a importância da formação de uma estrutura financeira para o desenvolvimento da economia. Os EUA foram escolhidos para este trabalho, para a comparação com o caso brasileiro, por ter tido como característica a auto-regulação do mercado financeiro.

### **III. 1 A fragilidade da estrutura financeira e a reestruturação da economia americana após a Independência.**

Nos anos 1780's a situação econômica dos Estados Unidos da America era de crise. Segundo North (1966), o governo da Confederação estava grandemente endividado, com nações estrangeiras e particulares. Além disso, havia as promessas de guerra feitas aos soldados, que receberiam meia pensão vitalícia ou pensão completa por um período de tempo. Também havia a questão de proteção da frota naval americana, uma vez que não eram independentes, não podiam mais se beneficiar dos acordos de proteção firmados pela Inglaterra.

Segundo Rousseau e Sylla (1999), a situação econômica era agravada por conta da falta de instrumentos legais ou de fato que permitissem ao governo levantar fundos pela taxação. Dessa forma, o governo não tinha meios de arcar com a dívida contraída, não tinha recursos para saldá-la e nem para mantê-la. Os estados estavam em situação similar, com a diferença de que estes tinham meios de rolar suas dividas.

Todo o sistema de intermediação financeira organizada consistia de três bancos recém organizados (em Nova Iorque, na Filadélfia e em Boston) que suportavam juros comerciais locais e ainda não poderiam configurar um sistema bancário. O estoque de moeda nacional consistia de moedas estrangeiras e espécie, papel moeda emitido por cada um dos 30 estados americanos e com diferentes taxas de cambio entre eles, e circulação local de notas e depósitos dos três bancos existentes.

Apesar deste cenário, um senso de urgência tomou os lideres da nação para reestruturar a economia. Procurou-se estabelecer os mecanismos necessários para coligar a massa da nação no sentido de infra-estrutura financeira, para promover o comércio local e externo, e para gerar um

setor produtivo moderno. A nova constituição promulgada pela convenção da Filadélfia em 1787 aponta neste sentido.

Douglas North (1966) credita como um das medidas de maior efeito e importância da nova Constituição a delegação do poder de levantar impostos para o Governo. Segundo este autor, isto fez possível à autoridade federal manter a continuidade da função governamental e, entre outras coisas, permitiu que o governo pudesse liquidar as dívidas contraídas na guerra de independência e assumisse as dos estados. Para North essas medidas foram fundamentais na construção de um mercado financeiro, pois infundiu confiança de que pagaria suas dívidas.

Hamilton, secretário do tesouro americano a partir de 1789, tornou-se o arquiteto da estratégia financeira para a nação americana. O congresso implementou um sistema de taxação federal, permitido pela Constituição e Hamilton construiu um sistema de cobrança de receitas. Segundo North (1966), tal sistema foi a base da reestruturação financeira da antiga Confederação e assumiu a dívida do Estado através de novas emissões de títulos que pagavam juros trimestralmente em metal. Essas emissões aumentaram o valor dos novos títulos para investidores domésticos e os tornaram mais atrativos para investidores externos.

O próximo passo na estratégia de Hamilton foi a de convencer o Congresso a criar um “Banco dos Estados Unidos”, como uma instituição mista (pública e privada), cujas ações os investidores privados poderiam adquirir através da compra da nova dívida federal. A constituição de um Banco Nacional contribui para o duplo objetivo de aumentar o crédito e estabelecer uma moeda mais uniforme.

Em linhas gerais North aponta a importância das medidas de Hamilton para a criação de um mercado financeiro nos EUA:

“El <<Report on Public Credit>> de Hamilton sentó las bases para la aceptación de las deudas estatales y para la emisión de bonos con cuyos ingresos pagar a los deudores; esos bonos, a su vez, circulaban como medio de crédito que permitía emitir otros bonos y préstamos, de suerte que todo el proceso formaba la base crediticia de la sociedad. Esa política era importante para crear un mercado de capitales mejor, elemento esencial, ..., en el desarrollo de la organización económica. Hamilton también contribuyó a despejar el camino para la creación del primer Banco de los Estados Unidos, que servió para coordinar los bancos de todo el país en un sistema monetario general.” (North, 1966, pág.69)

Segundo Rousseau e Sylla (1999), a estruturação do sistema bancário dos EUA, e a política creditícia de Hamilton foram fundamentais para o desenvolvimento do mercado financeiro. Ao refinar a dívida federal e estadual, com emissão de novos títulos da dívida e o lançamento de títulos do “Bank of United States”, mercados de títulos e ações surgiram nas principais cidades americanas para propiciar um meio adequado de trocas e comercialização destes papéis.

O desenvolvimento descontrolado dos mercados financeiros nesta etapa gerou uma crise especulativa, que levou à quebra destes, em 1792. Para Rousseau e Sylla (1999), os mercados já estavam enraizados na economia de forma que os investidores percebessem que mesmo com a especulação e crise seria possível obter preços mais razoáveis para as trocas na presença dos mercados organizados. A percepção de que aquela instituição, o mercado de títulos, era uma forma eficiente de trocar os ativos financeiros que fez com muitos investidores, nacionais e estrangeiros, assumissem o ônus financeiro de conter a crise e manter os mercados de títulos.

### **III. 2 A emergência do mercado financeiro nos EUA**

O comércio de papeis e títulos era muito pouco expressivo nos EUA até a década de 1790. Segundo Sorbel (1967), o pequeno comércio que havia era realizado por mercadores independentes, nos centros urbanos, ao ar livre, ou em casas de encontro de mercadores denominadas casas de café. Estas foram quase todas destruídas durante a guerra de independência, e as que restaram sobreviviam da especulação dos títulos de dívida da Confederação. Os preços dos títulos subiam e desciam de acordo com as notícias da guerra.

Sorbel (1967) aponta que alguns fatores institucionais ajudaram na expansão da economia e do mercado de títulos. Como a fundação do “Bank of North America”, na Filadélfia em 1781, único banco a ter recebido uma carta-patente nacional para emissão de moeda, em troca de seus empréstimos feitos ao governo e pelo desconto de seus papéis. Numa época de incerteza sobre o futuro da nação, Sorbel aponta que existia uma rivalidade entre as cidades de Boston, Nova Iorque e Filadélfia pelo predomínio econômico e financeiro. Nova Iorque reagiu fundando o “Bank of New York”, em 1787.

De acordo com Sorbel (1967), a fundação do “Bank of United States” em 1791, com uma grande subscrição de títulos, permitiu um crescimento do mercado financeiro. Foi fundado

o grupo chamado de “Grupo dos Seis Por Cento”, composto por corretores de Wall Street, com o intuito de especular com títulos da dívida emitidos pelo governo federal. O clube concorreu na tentativa de apoderar-se das ações do “Bank of New York” e do “Bank of United States”, tendo levado a um aumento constante dos preços por todo o ano de 1791. Em 1792 o preço das ações entrou em declínio, até que finalmente Hamilton interveio orientando ao grupo a compra de tais títulos, ao preço corrente, o que fez o mercado flutuar. A essa altura títulos de outros bancos maiores e papéis de dívidas estaduais vinham sendo regularmente negociados em Wall Street.

Quando o chamado grupo dos “Seis por Cento” precisou vender grande quantidade de títulos antigos, em 1792, foram efetuados os primeiros pregões. Segundo Sorbel (1967), em tempos “normais”, antes da primeira crise especulativa, em 1792, os possuidores de títulos e ações na América, os compravam como investimentos com intenção de guardá-los por longos períodos de tempo. Sendo assim, a atividade principal do mercado consistia na colocação de novos títulos na praça. Ao início de 1792, quando muitos tiveram que se desfazer de títulos adquiridos anteriormente, foram realizados os primeiros pregões. Estes eram organizados através da contratação de um pregoeiro que anunciava os títulos em voz alta, sua nomeação, condições de venda e data de entrega.

De acordo com Sorbel (1967), os primeiros pregões aconteciam sem intervalos regulares, mas em março de 1792 foi feita a primeira tentativa de regularizar essa prática, um grupo de corretores anunciou no jornal “Louden’s Register” a abertura da Bolsa de Valores e a realização de pregões diários. Começaram a surgir por esta ocasião os jornais que apresentavam notícias e cotações das vendas e em abril o local físico não comportava o número de participantes do pregão.

Em maio de 1792, um grupo de corretores, dos mais destacados se reuniu para procurar acabar com a rivalidade na negociação dos títulos e ações. Estes corretores firmaram um acordo no qual formavam uma corporação de corretores e, embora posteriormente o acordo se revelou falho em diversos aspectos, este organizou o mercado de títulos de Nova Iorque como uma instituição definida. Estes realizaram sua primeira reunião na “Casa Café do Mercadores”, porém em fins de 1792 decidiram construir um edifício próprio, que foi chamado de “Café Tontine”.



No entanto, Sorbel (1967) aponta que o mercado de títulos atraiu pouca atenção no primeiro quarto do século XIX. A crise destituiu a confiança do povo de um modo geral no investimento em ações, poucas empresas e bancos faziam lançamentos de novos títulos e o mercado acionário americano ficou relativamente parado até o fim das guerras napoleônicas, em meados do século XIX, quando os negócios norte-americanos passaram a atrair grandes quantidades de capital estrangeiro. Contudo, estava formado a primeira Bolsa de Valores institucionalizada dos EUA.

## CONCLUSÃO

A figura do intermediário esteve presente em toda a formação econômica do Brasil. De acordo com o momento político tiveram maior ou menor força de atuação e conseqüentemente poder de apropriação dos lucros. Tais intermediários existiam para suprir as falhas do mercado, sem eles o contato entre vendedores e compradores teria se tornado praticamente impossível, pelas distâncias, pela falta de meios de comunicação, etc. O avanço deste tal intermediário do comércio para a área financeira foi um passo, quase que natural. À medida que o mercado se expandiu, ocorreu a tendência à sua especialização, de acordo com o produto transacionado.

As leis que levaram à institucionalização desta intermediação financeira nasceram antes em decorrência da necessidade do governo de controlar a arrecadação de impostos que por pleito próprio dos chamados *corretores*. Porém, a atividade não teria sido alvo de regulamentação se não fosse economicamente relevante. A lei não cria a demanda e a oferta, por mais que os governos quisessem aumentar sua fonte de arrecadação fiscal, existiu um mercado com o qual interagir e a evolução da legislação refletiu seu desenvolvimento.

Da análise dessa evolução normativa e institucional, pode-se ver claramente o papel central da figura do intermediário na formação do mercado financeiro e da primeira bolsa de valores brasileira. Qualquer que tenha sido o objetivo ou a razão para a promulgação de normas restritivas da atividade de corretagem financeira, esta surgiram primeiramente dirigidas aos agentes intermediadores e, somente no fim da década de 1890, incorporou a instituição Bolsa de Valores.

A institucionalização do mercado financeiro foi pretendida pelo corpo elitizado de corretores desde a formação da Junta em 1849, que tinham como intuito aumentar seus ganhos através do monopólio das transações. Porém as medidas institucionais de caráter fortemente restritivo acabaram por causar o efeito contrário, os corretores oficiais se viram com dificuldades de competir com os não oficiais e o alto preço que se pagava pela maior segurança em suas transações já não compensava a diferença em relação a esses últimos. A institucionalização da compra e venda de títulos em um pregão representou uma saída para este grupo de corretores,

pois lhes proporcionava um ganho de eficiência e transparência nas transações de forma a abrir uma grande vantagem em relação às transações não oficiais. O governo se viu pressionado a oficializar a Bolsa de Valores, tendo regulado a obrigatoriedade da cotação dos títulos em leilão pela Lei 6.136 de 1876.

A Junta de Corretores logrou aumentar a eficiência deste mercado por intermédio de uma Instituição, de fato, e por força das leis.

A Bolsa de Valores americana surgiu em contexto histórico diverso do brasileiro. Nos EUA de fins da década de 1780, o sistema financeiro era praticamente inexistente. Os estados viviam da subsistência e o comércio entre si e para fora era restrito a alguns estados economicamente mais fortes onde a produção agrícola predominava. Não existia a presença do intermediário tão forte ou tão evidente como no caso brasileiro. O sistema monetário era inconsistente, cada estado tinha sua própria moeda e não havia controle sobre as taxas de troca entre si.

O Governo saiu da Guerra de Independência economicamente falido e sem possibilidades rápidas de saída da crise. A produção estava desorganizada, não havia meios de fazer a cobrança de impostos mediante as divergências entre os estados e a falta de uma estrutura financeira. O plano do governo de estruturação econômica, que teve em seu principal promotor Hamilton, visava também viabilizar a cobrança de impostos, porém era, em primeiro lugar, um plano de estruturação financeira.

O ambiente cultural e filosófico, segundo North (1966), era tomado pelo lançamento das polemicas idéias de Adam Smith em “A Riqueza das Nações”, que levou a um grande debate entre os letrados das vantagens do Livre Mercado sobre o Mercantilismo.

O governo estava empenhado em uma guerra contra o débito e pela estruturação do país, destruído pela guerra e em uma situação política externa pouco amigável. A política de refinanciamento estimulou o mercado de títulos e as negociações com o lançamento de novos papéis. A abertura dos Bancos da América do Norte e de Nova Iorque também ampliou o mercado de títulos que surgia nos principais centros urbanos. A criação de um clube de investidores elevou drasticamente os níveis de especulação, que, por sua vez, levou à brusca queda de preços dos mesmos em 1792.

Porém, os preços voltaram a se recuperar e um grupo de corretores de especial importância, reconhecendo o perigo iminente do comportamento oportunista dos agentes, e ao mesmo tempo a rentabilidade daquele mercado, se reuniu firmando um acordo, com o qual se protegiam da concorrência destrutiva. Este grupo estabeleceu um local físico específico para o funcionamento do pregão, determinou a natureza da instituição e através do auto-regulamento criou regras para o funcionamento eficiente do mercado de títulos.

O caso americano pode ser dito como de auto-regulação, enquanto o caso brasileiro teve uma influência mais direta da ação legislativa do governo, que viu na atividade desde o início uma fonte de renda. Embora a formação da Bolsa de Valores nos dois países tenha sido significativamente diferente em termos da institucionalização por via das Leis, vê-se que mesmo no caso Brasileiro seu surgimento foi uma resposta às falhas de mercado. Em ambos os casos o pregão foi uma solução que aumentou a eficiência no mercado de títulos.

A Bolsa de Valores de Nova Iorque surgiu em um contexto histórico de descentralização política e econômica. O Governo buscava unificar a estrutura econômica do país para construir as bases da sobrevivência independente e do crescimento. Pode-se identificar que o foco do Governo é claramente outro que não o controle da atividade financeira, este fato poderia talvez justificar o desenvolvimento do setor em direção a auto-regulação. Neste caso, identifica-se mais fortemente a falha de mercado em razão do comportamento oportunista dos agentes, como reação os corretores se unem e formam normas que visam impedir a competição destrutiva, neste sentido, normas que priorizassem a transparência das operações.

No Brasil, conforme exposto, existia uma forte dificuldade em se conhecer as informações relevantes do mercado e ao mesmo tempo a presença fiscalizadora do Estado esteve muito presente. O contexto histórico brasileiro era de forte centralização política, o governo tinha interesse em exercer um controle estreito da atividade, motivado pelas oportunidades de melhor negociar seus papéis e de obter fundos pelo recolhimento de tributos. Levy (1977) em diversas passagens mostra muito claramente os efeitos adversos da legislação, que ao invés de fortalecer o poder de monopólio dos corretores certificados, levou ao surgimento de um mercado paralelo. Por um lado existia a assimetria de informações e o comportamento oportunista dos agentes, por outro a repressão do governo e a tributação oneravam demasiadamente a prática oficial

(institucionalizada) da atividade, indicando uma inclinação para a evolução de uma forma de intermediação menos transparente.

As estruturas jurídicas e institucionais que foram apresentadas pouco têm relação com as referidas organizações na atualidade. Tampouco é o objetivo deste trabalho acompanhar sua evolução a ponto de refletir o presente. A conclusão da autora é de que o material estudado permite vislumbrar que o contexto histórico e a presença de falhas de mercados podem ser relacionadas às evoluções institucionais da Bolsa de Valores, e do Mercado Financeiro, conciliando-se com a lógica da Economia Institucional.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALSTON, L. J. New Institucional Economics. In: **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Mcmillan 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan.

Disponível em: [http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_N000170](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_N000170)>  
doi: 10.1057/9780230226203.1183. Acesso em 09 de Julho de 2009.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Lei n 317 de 21 de outubro de 1843. Rio de Janeiro, 1843.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Decreto n 417 de 14 de junho de 1845. Rio de Janeiro, 1845.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Decreto n 648 de 10 de novembro de 1849. Rio de Janeiro, 1849.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Decreto n 806 de 26 de julho de 1851. Rio de Janeiro, 1851.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Lei n 1.083 de 22 de agosto de 1860. Rio de Janeiro, 1860.

BRASIL. Leis, decretos, etc. Lei n 6.132 de 4 de março de 1876. Rio de Janeiro, 1876.

COASE, R. H. **The Nature of the Firm**. Economica, s/n, 2002.

CONCEIÇÃO, A. C. Octavio. O conceito de instituição nas modernas abordagens institucionalistas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p.119-146, jul-dez 2002.

FIANI, Ronaldo. Teoria dos custos de transação. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia (Org.). **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil**. 6. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002. P. 267-286.

Gail,T. Business History Review, vol. 82, n. 3, Aut. 2008. P. 603-605.

HODGSON, Geoffrey M. Veblen, Thorstein Bunde (1857 – 1929). In: **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Mcmillan 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan.

Disponível em: [http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_V000014](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_V000014)>  
doi: 10.1057/9780230226203.1791. Acesso em 09 de Julho de 2009.

KLAES, M. Transaction costs, history of. In: **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Mcmillan 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan.

Disponível em: [http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_T000239](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_T000239)>  
doi: 10.1057/9780230226203.1730. Acesso em 09 de Julho de 2009.

LEVY, Maria Bárbara. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: Ibmec, 1977. 659 p.

MEDEMA, Steven G. Coase, Ronald Harry (born 1910). In: **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Mcmillan 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan.

Disponível em: [http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_C000498](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000498)>  
doi: 10.1057/9780230226203.0251. Acesso em 09 de Julho de 2009.

Müller, Elisa. **Moeda e Bancos no Rio de Janeiro no século XIX**.

Disponível em:  
[http://www.ie.ufrj.br/eventos/seminarios/pesquisa/moedas\\_e\\_bancos\\_no\\_rio\\_de\\_janeiro\\_no\\_seculo\\_xix.pdf](http://www.ie.ufrj.br/eventos/seminarios/pesquisa/moedas_e_bancos_no_rio_de_janeiro_no_seculo_xix.pdf). Acesso em 19 de Janeiro de 2009.

NORTH, Douglass Cecil. **Una nueva historia económica.** Crecimiento y bienestar en el pasado de los Estados Unidos. Madrid: Editorial Tecnos S.A., 1969. 199 p.

ROUSSEAU, Peter L.; SYLLA, Richard: **Emerging financial markets and early U.S. growth.** Cambridge: National Bureau of Economic Research, Working Paper 7448, 1999. 56 p.

SOBEL, Robert. **Wall Street:** a história da bolsa de valores de Nova York. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967. 414 p.

VEBLEN, Thorstein (1898). **Why is economics not an evolutionary science?** Cambridge: Journal of Economics. V. 22: pp. 403-414. Originalmente publicado em 1898.

VIANA, F. J. Oliveira. Populações meridionais do Brasil. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1972. 1036 p..



## BIBLIOGRAFIA

GERSCHENKRON, Alexander. **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays**. Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University, 1962. 456 p.

HANLEY, Anne. **A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917**. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PESQUISADORES EM HISTÓRIA ECONÔMICA. **História econômica & história de empresas**. São Paulo: Hucitec, 2001. P. 115-142.

MARICHAL, Carlos. Bancos **de Gobierno, Bancos Nacionales**: La Experiencia Latinoamericana, 1880-1913. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DE HISTÓRIA DE EMPRESAS, 1991, Niterói. **Anais...** Rio de Janeiro: UFRJ, outubro, 1991. P. 26-42.

MARQUES, Teresa Cristina de Novaes. O setor bancário privado carioca entre 1918 e 1945. Os bancos Boavista e Português do Brasil – um estudo de estratégias empresariais. Rio de Janeiro: Dissertação de Mestrado em História Social/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1998. NORTH, Douglass Cecil. **Institutions, Institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998. 152 p.

SAES, Flávio Marques de. Crédito e bancos no desenvolvimento da economia paulista (1850-1930). São Paulo: IPE-USP, 1986.

SOUZA, Tânia Maria Ferreira de. Negócios internacionais: uma visão histórica dos séculos XIX e XX. In: **VI Congresso Brasileiro de História Econômica**, Conservatória - RJ: ABPHE, 04-07 set 2005.